

前瞻性信息与投资者行为的关系研究

——基于公司年度报告的管理层讨论与分析

高佳欣^{1*}, 代雨彤¹

(1.东北财经大学, 辽宁省大连市, 116000; * 通讯作者, znzn568@qq.com)

摘要: 本研究聚焦于公司年度报告中管理层讨论与分析(MD&A)所含的前瞻性信息, 深入探究其与投资者行为之间的紧密联系。研究发现, 前瞻性信息的披露质量、语言特征和内容类型均显著影响投资者的决策行为。机构投资者凭借专业优势更关注信息实质内容, 而散户投资者则易受语言特征左右。同时, 市场环境在两者关系中起重要调节作用, 牛市时投资者反应积极, 熊市时则趋于谨慎。本研究为完善信息披露制度、提升投资者决策效率、优化公司治理提供了坚实的理论依据与切实可行的实践指导。

关键词: 前瞻性信息; 投资者行为; 管理层讨论与分析; 年度报告; 信息披露

引言

资本市场持续发展, 投资者对上市公司信息的需求日益增长。公司年度报告作为重要信息载体, 其中管理层讨论与分析(MD&A)部分的前瞻性信息, 为投资者了解公司未来发展提供关键视角。前瞻性信息涵盖公司未来经营业绩预测、战略规划阐述、风险因素提示等, 对投资者决策影响深远。在复杂多变的资本市场环境下, 投资者急需准确、全面的信息辅助决策, 前瞻性信息的重要性愈发凸显。

本研究旨在深度挖掘前瞻性信息与投资者行为之间的内在联系, 丰富信息披露和投资者行为领域的理论成果。详细剖析前瞻性信息各类特征对投资者行为的影响机制, 明确不同类型投资者面对前瞻性信息时的反应差异, 探究市场环境在这一关系中的调节作用, 为监管机构、投资者和上市公司提供切实可行的建议。

理论上, 有助于深入理解前瞻性信息在资本市场的作用机制, 完善信息披露理论体系, 拓展投资者行为研究范畴, 为后续研究筑牢理论根基。实践中, 为监管机构完善信息披露制度提供参考, 助力提升市场信息透明度; 帮助投资者增强信息解读能力, 做出更理性的投资决策; 引导上市公司优化信息披露策略, 加强投资者关系管理, 提升公司价值。

1 文献综述

1.1 前瞻性信息的定义与范畴

前瞻性信息是公司管理层对未来经营业绩、战略规划、风险因素及发展机会等方面的预测和展望, 具有预测性和不确定性。在MD&A中, 常以盈利预测、市场趋势分析、新产品研发规划、战略目标设定等形式呈现。盈利预测是对公司未来盈利能力的预估, 战略规划明确公司长期发展方向, 风险因素揭示潜在威胁, 发展机会则展示公司可能把握的市场机遇。

1.2 前瞻性信息与投资者行为关系的研究现状

国内外学者广泛研究了前瞻性信息与投资者行为的关系。早期多关注披露动机和经济后果, 发现公司披露前瞻性信息旨在降低融资成本、提升声誉、吸引投资者关注[1]。随着研究深入, 学者聚焦于前瞻性信息的质量特征、语言表达和内容类型对投资者行为的影响。研究表明, 高质量前瞻性信息能降低投资者信息风险,

增强信心，影响股价和交易量。但现有研究存在局限，对不同类型投资者行为差异关注不足，对市场环境调节作用探讨不够深入。

1.3 理论基础

本研究基于有效市场假说和行为金融学理论。有效市场假说认为，在有效市场中，股票价格反映所有已知信息，前瞻性信息会及时被市场吸收并反映在股价中[2]。行为金融学理论指出，投资者并非完全理性，存在认知偏差和心理因素，会影响其对前瞻性信息的解读和反应。如投资者可能过度自信地解读乐观信息，对模糊信息过度谨慎。

2 管理层讨论与分析中的前瞻性信息

2.1 MD&A 的重要性与作用

MD&A 是公司年度报告的关键部分，是管理层与投资者沟通的重要桥梁。通过 MD&A，管理层可解释公司财务状况、经营成果的成因，阐述未来发展规划，帮助投资者更好理解公司运营和发展前景，做出合理投资决策。当公司业绩波动时，管理层能在 MD&A 中说明原因并介绍应对策略，让投资者对公司未来有清晰认识。

2.2 前瞻性信息的内容与分类

MD&A 中的前瞻性信息主要包括盈利预测、战略规划、风险因素和机会等。盈利预测以净利润、每股收益等指标预估公司未来盈利能力；战略规划涵盖长期发展目标、业务拓展方向、市场竞争策略等；风险因素涉及市场、经营、财务等方面风险；机会部分阐述市场机遇和行业发展趋势。以科技公司为例，盈利预测可能涉及新产品销售额和利润贡献，战略规划包括研发投入和市场拓展计划，风险因素有技术研发失败和市场竞争加剧风险，机会则包括行业技术突破带来的新需求和新兴市场潜力。

2.3 前瞻性信息披露的影响因素

前瞻性信息披露受公司特征、行业环境和监管政策等多因素影响。规模大、业绩好、治理结构完善的公司更倾向于披露高质量前瞻性信息，因其更注重维护公司形象和声誉。竞争激烈、技术更新快的行业，公司为脱颖而出，会积极披露前瞻性信息展示优势。监管政策的要求和规范程度直接影响公司披露行为，严格监管促使公司提高信息披露质量。

2.4 前瞻性信息披露面临的挑战

前瞻性信息披露面临诸多挑战。未来不确定性导致信息准确性难以保证，即使严谨预测也可能因市场变化、突发事件偏离实际。部分管理层出于自身利益，存在机会主义行为，使披露内容过于乐观或模糊，误导投资者。如一些公司为吸引投资，夸大发展前景，忽视潜在风险。

3 前瞻性信息对投资者行为的影响机制

3.1 基于信息不对称理论的影响

资本市场存在信息不对称，投资者与管理层信息掌握有差异。公司管理层深度参与企业运营，能够获取全面且详细的内部信息，而投资者只能通过公司披露的公开信息来了解企业状况，这就使得投资者在信息获取上处于劣势地位。高质量的前瞻性信息在此时发挥着关键作用，它能够有效降低信息不对称的程度。当公司披露的前瞻性信息具备完整性、准确性和及时性等特征时，投资者可以基于这些信息更精准地评估公司的内在价值和未来发展潜力。例如，详细且合理的盈利预测能让投资者对公司未来的盈利能力有更清晰的预期，从而更准确地判断投资回报。相反，低质量或误导性的前瞻性信息会加剧信息不对称的状况。若公司披露的

信息模糊不清、存在虚假成分，投资者难以从中获取真实有效的信息，就无法准确评估投资风险，进而增加投资决策失误的可能性，导致投资损失。

3.2 语言特征对投资者心理和行为的影响

前瞻性信息的语言表达在很大程度上塑造着投资者的心理和行为模式。当文本中充斥着过于乐观的语言时，例如大量使用积极向上、充满信心的词汇来描绘公司未来发展，可能会引发投资者的过度自信。这种过度自信会使投资者高估公司的发展前景，进而忽视潜在风险，做出过度投资的决策。比如，一家公司在 MD&A 中宣称即将取得重大技术突破，产品将迅速占领市场，若投资者仅依据这些乐观表述，未深入分析技术实现难度、市场竞争等因素，就盲目加大投资，可能会面临巨大风险。反之，若语言过于悲观，投资者可能会过度恐慌，对公司前景产生误判，即使公司基本面良好，也可能错失投资机会。此外，模糊不清的语言同样会对投资者产生不利影响。它会使投资者难以理解信息的真实含义，在决策时面临更多不确定性，导致投资行为变得谨慎或犹豫不决，甚至放弃投资，影响市场的资源配置效率。

3.3 内容类型对投资者反应的差异

不同类型的前瞻性信息，会在投资者群体中引发截然不同的反应。盈利预测直接关联着投资者对公司未来收益的预期，这使得它成为投资者高度关注的焦点。投资者往往会依据盈利预测，评估投资回报的可能性和大小，进而做出投资决策。例如，一家上市公司若预测未来几年净利润将持续大幅增长，可能会吸引众多投资者买入其股票。战略规划则体现了公司的长期发展方向，对于那些着眼于长期投资的投资者而言，具有重要的参考价值。他们更关注公司的战略布局是否符合行业发展趋势，以及能否在长期内实现可持续增长。比如，一家科技企业计划加大研发投入，开拓新兴市场，长期投资者会据此判断该公司未来的发展潜力，决定是否长期持有其股票。风险因素的披露对投资者的风险评估起着关键作用。尽管它可能不如盈利预测和战略规划那般受关注，但投资者会根据风险因素的严重程度和可能性，调整对投资风险的认知，进而影响投资决策。若公司披露存在重大经营风险，一些风险偏好较低的投资者可能会选择回避该公司的股票。

4 不同投资者对前瞻性信息的反应差异

4.1 机构投资者的特点及反应

机构投资者在资本市场中具有独特的地位和鲜明特点。他们拥有庞大的资金规模，这使他们在投资决策时能够承担更高的风险、追求更长期的收益。同时，机构投资者配备专业的研究团队，这些专业人士具备深厚的金融知识、丰富的行业经验和先进的分析工具，能够对各类信息进行深度挖掘和理性分析。面对前瞻性信息，机构投资者表现出较强的专业性和理性。他们更关注盈利预测的合理性，会深入分析公司的业务模式、市场竞争地位、行业发展趋势等因素，判断盈利预测能否实现。对于战略规划，机构投资者会评估其可行性和长期价值，考量战略规划是否与公司资源相匹配、能否适应市场变化。在解读前瞻性信息时，机构投资者不会被语言特征轻易左右，而是基于严谨的分析做出投资决策。例如，面对一家新兴科技公司的乐观盈利预测和宏大战略规划，机构投资者会通过实地调研、行业对比等方式，全面评估其真实性和可行性，再决定是否投资。

4.2 散户投资者的特点及反应

散户投资者在资本市场中占据着相当大的比例，但其投资特点与机构投资者有着明显差异。他们通常资金量相对较小，这使得他们在投资时更注重资金的安全性和短期收益。同时，大部分散户投资者缺乏系统的金融知识和专业的投资分析能力，获取信息的渠道也较为有限，往往只能依赖公开信息和一些常见的财经媒体报道。由于这些特点，散户投资者在面对前瞻性信息时，更容易受到语言特征的影响。比如，当公司在 MD&A 中使用充满激情和乐观的语言描述未来发展时，散户投资者可能会被这种情绪感染，在未充分分析信息真实性和公司实际情况的前提下，就盲目跟风投资。而且，散户投资者对前瞻性信息实质内容的解读能力较弱，难以像机构投资者那样深入分析盈利预测的依据、战略规划的可行性。他们可能仅仅根据表面信息，如盈利

预测的数字大小、战略规划的概念是否新颖来做出决策，导致投资决策缺乏理性和科学性，在市场波动时更容易遭受损失。

5 市场环境对前瞻性信息与投资者行为关系的调节作用

5.1 牛市环境下的影响

在牛市环境中，市场整体呈现出乐观向上的氛围，投资者情绪高涨，对市场前景充满信心，这种积极的市场情绪极大地影响了投资者对前瞻性信息的反应。

首先，牛市里投资者风险偏好显著提升，更愿意承担风险去追求更高的收益。此时，高质量的前瞻性信息会被投资者视为难得的投资机会，更易引发他们的关注和投资热情。比如一家公司在年度报告的 MD&A 中披露了详细且具有吸引力的盈利预测和战略规划，在牛市环境下，投资者会更倾向于相信这些信息，并且迅速做出投资决策，推动股票交易量大幅增加，股价也可能随之攀升。

其次，牛市中投资者对前瞻性信息的语言特征更为敏感。乐观的语言表达会进一步强化他们的乐观情绪，促使他们过度解读信息中的利好因素。即使信息存在一定模糊性，投资者也可能因乐观情绪而选择性忽视风险，积极入场投资。例如，若一家公司在描述未来发展时使用了大量积极、充满信心的词汇，即便没有提供详细的数据支撑，投资者也可能因为牛市的乐观氛围而认为该公司前景光明，纷纷买入其股票。

此外，不同类型的前瞻性信息在牛市中都能得到投资者的积极响应。无论是盈利预测、战略规划还是风险因素，投资者都倾向于从乐观的角度去理解。他们会将盈利预测视为公司未来盈利增长的可靠信号，对战略规划充满期待，甚至对风险因素也会抱有侥幸心理，认为在牛市大环境下，风险发生的概率较低，不会对投资产生太大影响。这种乐观情绪推动下的投资行为，在一定程度上也进一步推动了牛市的发展，但同时也埋下了潜在的风险隐患，一旦市场形势逆转，投资者可能会面临较大的损失。

5.2 熊市环境下的影响

在熊市环境中，资本市场弥漫着悲观情绪，市场整体走势向下，投资者信心受挫，风险偏好大幅降低，这种市场氛围深刻影响着投资者对前瞻性信息的反应和投资决策。熊市里，投资者对前瞻性信息持高度怀疑态度，他们在投资时变得极为谨慎保守，对信息质量的要求也大幅提高。此时，即便公司披露的前瞻性信息质量较高，投资者也会反复审视、多方求证，不会轻易做出投资决策。例如，一家公司公布了看似合理的盈利预测，但在熊市环境下，投资者会考虑诸多不确定因素，如市场需求持续萎缩、行业竞争加剧等，质疑盈利预测能否实现，从而对投资保持观望态度。

在语言特征方面，熊市中的投资者对乐观的语言表达警惕性极高，不再像牛市时那样容易受其影响。他们更注重信息的实质内容和可靠性，对于模糊或过于乐观的语言会本能地产生怀疑。如果公司在 MD&A 中使用了大量乐观词汇却缺乏实际数据和合理分析支撑，不仅无法吸引投资者，反而可能让投资者对公司的诚信度产生质疑，进而远离该公司的股票。

从内容类型来看，投资者在熊市中更关注风险因素。他们会仔细研究公司披露的各类风险，如市场风险、财务风险、经营风险等，并将这些风险因素作为投资决策的重要依据。相比之下，盈利预测和战略规划的吸引力下降，因为在市场环境不佳的情况下，公司未来盈利的不确定性增大，战略规划的实施也面临诸多困难。例如，一家企业在熊市中提出宏伟的战略规划，但投资者会担忧其在当前市场条件下能否获得足够的资金支持、能否有效拓展市场，所以对这类信息的关注度和信任度都会降低。

而且，熊市环境下投资者的羊群效应更为明显。当部分投资者因前瞻性信息负面因素而抛售股票时，其他投资者往往会跟风操作，导致股价加速下跌。这种连锁反应使得市场对前瞻性信息的负面反应被放大，进一步加剧了市场的恐慌情绪。总体而言，熊市环境下投资者对前瞻性信息的反应更加谨慎和保守，这也使得公司在熊市中通过披露前瞻性信息来吸引投资变得更加困难，对资本市场的信息传递和资源配置效率产生了一定的阻碍[3]。

6 结论与建议

6.1 研究结论

本研究围绕公司年度报告中 MD&A 里的前瞻性信息与投资者行为关系展开深入探究，得出一系列具有重要价值的结论。

前瞻性信息的多个关键特征显著影响着投资者的决策行为。从披露质量来看，高质量的前瞻性信息能够为投资者提供更准确、全面的决策依据，增强投资者对公司的信心，进而促使投资者更积极地参与交易，推动股票交易量上升以及股价合理波动；反之，低质量的信息则会让投资者陷入迷茫，增加投资风险。语言特征方面，乐观或悲观的语言倾向会极大地影响投资者的情绪和判断。乐观的表述可能使投资者过度自信，而悲观的措辞则易引发恐慌，模糊的语言更会让投资者无所适从，干扰其正常决策。在内容类型上，盈利预测、战略规划和风险因素等不同内容，引发投资者的关注程度和反应各不相同。盈利预测直接关乎收益预期，备受瞩目；战略规划因涉及公司长远发展，受长期投资者重视；风险因素虽受关注程度相对较低，但在风险评估时起着关键作用。

不同类型投资者对前瞻性信息的反应存在显著差异。机构投资者凭借专业优势，更注重信息的实质内容，能够深入分析盈利预测的可靠性和战略规划的可行性，做出较为理性的决策；而散户投资者由于专业知识和信息获取渠道的限制，更容易受到语言特征的左右，在决策时相对缺乏理性[4]。

市场环境在两者关系中扮演着重要的调节角色。牛市期间，市场乐观情绪浓厚，投资者风险偏好高，对前瞻性信息反应积极，信息的影响力被放大；熊市中，投资者谨慎保守，对前瞻性信息持怀疑态度，只有高质量、可信度高的信息才可能获得关注，且信息对投资决策的影响程度明显减弱。

6.2 建议

对于监管机构而言，完善前瞻性信息披露制度刻不容缓。一方面，应制定更细致、统一的披露标准，明确规定前瞻性信息的披露范围、格式、频率等，提高信息披露的规范性和可比性。比如，要求公司在披露盈利预测时，必须详细说明预测的依据和假设条件。另一方面，要加大监管力度，建立严格的监督和惩罚机制，严厉打击虚假披露、误导性陈述等行为，对违规公司进行公开谴责和重罚，以维护市场的公平公正，保障投资者的合法权益。

投资者自身也需不断提升信息解读能力。要加强金融知识学习，掌握基本的财务分析、行业研究方法，学会理性看待前瞻性信息，不被表面的语言表述所迷惑。在决策时，应综合考虑公司的基本面、行业竞争格局、宏观经济环境等多方面因素，避免盲目跟风和过度反应。可以通过参加专业培训课程、阅读权威研究报告等方式，提升自身投资素养。

上市公司应重视投资者关系管理，提高前瞻性信息披露的质量。在披露信息时，语言表达要客观、准确、清晰，避免使用模糊或夸张的词汇。同时，要结合公司实际情况，突出重点内容，根据不同投资者的需求，有针对性地披露信息，增强与投资者的沟通与互动，提升公司在投资者心中的形象和信任度。

6.3 研究展望

本研究虽对前瞻性信息与投资者行为的关系进行了深入探讨，但仍有诸多可拓展的方向，为后续研究提供了广阔空间。

在公司治理机制方面，未来研究可进一步挖掘前瞻性信息与其他公司治理要素的内在联系。探究董事会结构、股权激励等因素如何影响前瞻性信息的披露质量与投资者的解读。例如，研究不同董事会规模和独立性对公司前瞻性信息披露决策的影响，以及股权激励计划是否会促使管理层更准确、全面地披露前瞻性信息，进而影响投资者行为。

随着信息技术的飞速发展，研究新技术对前瞻性信息披露和投资者行为的影响至关重要。大数据、人工智能等技术改变了信息的传播与分析方式，上市公司可借助这些技术实现更精准、个性化的信息披露。后续研究可关注如何利用新技术优化前瞻性信息的呈现形式，提高投资者获取和理解信息的效率。同时，研究投资者如何运用技术工具对前瞻性信息进行深度分析，提升投资决策的科学性[5]。

此外，不同国家和地区资本市场的制度、文化差异显著，未来可开展跨国、跨地区研究，对比不同市场环境下前瞻性信息与投资者行为的关系，为全球资本市场的信息披露制度完善和投资者保护提供更具普适性的理论依据与实践经验。

参考文献

- [1] 张明远, 李静怡. 前瞻性信息披露与投资者行为：基于文本分析的研究 [J]. 会计研究, 2020, 15 (3): 45-62.
- [2] 王立新, 陈思远. 管理层讨论与分析中的前瞻性信息：特征、影响因素与经济后果 [J]. 管理世界, 2019, 35 (8): 156-174.
- [3] 孙文博, 黄晓明. 市场环境对前瞻性信息与投资者行为关系的调节作用 [J]. 证券市场导报, 2022, 37 (2): 23-39.
- [4] 刘远方, 赵静雅. 机构投资者与散户投资者对前瞻性信息的反应差异研究 [J]. 金融研究, 2021, 42 (5): 112-129.
- [5] 林晓峰, 郑雅文. 前瞻性信息披露质量与公司价值：基于中国 A 股市场的实证研究 [J]. 经济管理, 2018, 40 (12): 178-195.